

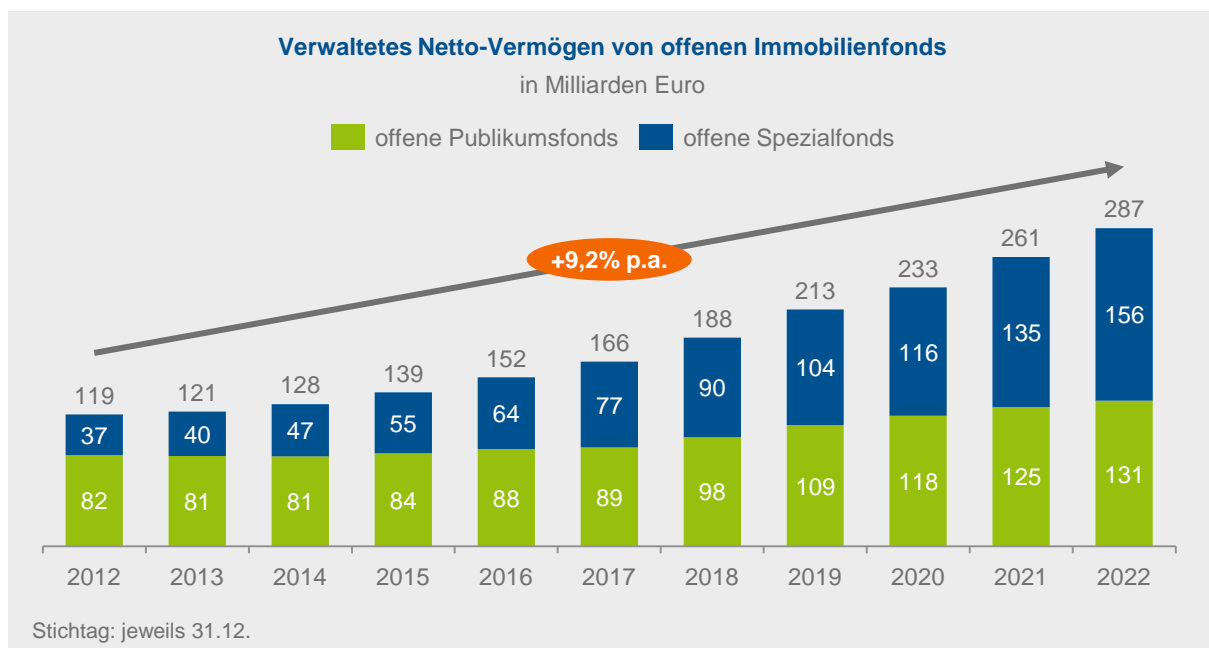
LIQUIDITÄTSMANAGEMENT BEI OFFENEN IMMOBILIENFONDS

Halte- und Kündigungsfristen sowie Spezialfonds-Anlegerstruktur begrenzen Liquiditätsrisiken bei offenen Immobilienfonds

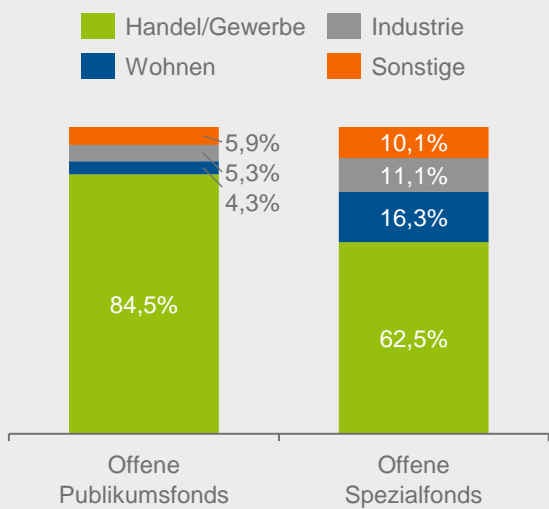
Offene Immobilienfonds spielen eine Schlüsselrolle im deutschen Immobilienmarkt. Das von ihnen verwaltete Vermögen hat Ende 2022 einen Rekordwert erreicht. Es betrug 287 Milliarden Euro, was einem Wachstum von zehn Prozent gegenüber dem Vorjahr entspricht. Das verwaltete Vermögen von Immobilien-Publikumsfonds, die vor allem von Privatanlegern gehalten werden, stieg auf 131 Milliarden Euro. Das Volumen von offenen Immobilien-Spezialfonds für institutionelle Investoren vervierfachte sich seit 2012 auf nun 156

Milliarden Euro. Unter anderem hat das Niedrigzinsumfeld Anlegergruppen wie zum Beispiel Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen, die Anlageformen mit regelmäßigen Erträgen bevorzugen, zur Investition in Immobilien-Spezialfonds bewogen.

Deutschland ist der mit Abstand wichtigste Markt für offene Immobilienfonds in Europa: Laut den letzten verfügbaren Zahlen der ESMA entfällt mehr als die



Nutzungsarten nach Netto-Soll-Mietertrag



In Deutschland aufgelegte Immobilienfonds
Stichtag 31.12.2022

Hälfte des Fondsvermögens der im Europäischen Wirtschaftsraum aufgelegten Produkte auf deutsche Fonds.

Sie investieren überwiegend in Objekte innerhalb der EU, das gilt mit einem Portfolioanteil von über 90 Prozent insbesondere für Spezialfonds. Bei Publikumsfonds befinden sich die Immobilien zu etwa drei Viertel innerhalb der EU. Andere Zielländer sind das restliche Europa (zum Beispiel Großbritannien und die Schweiz) und Nordamerika.

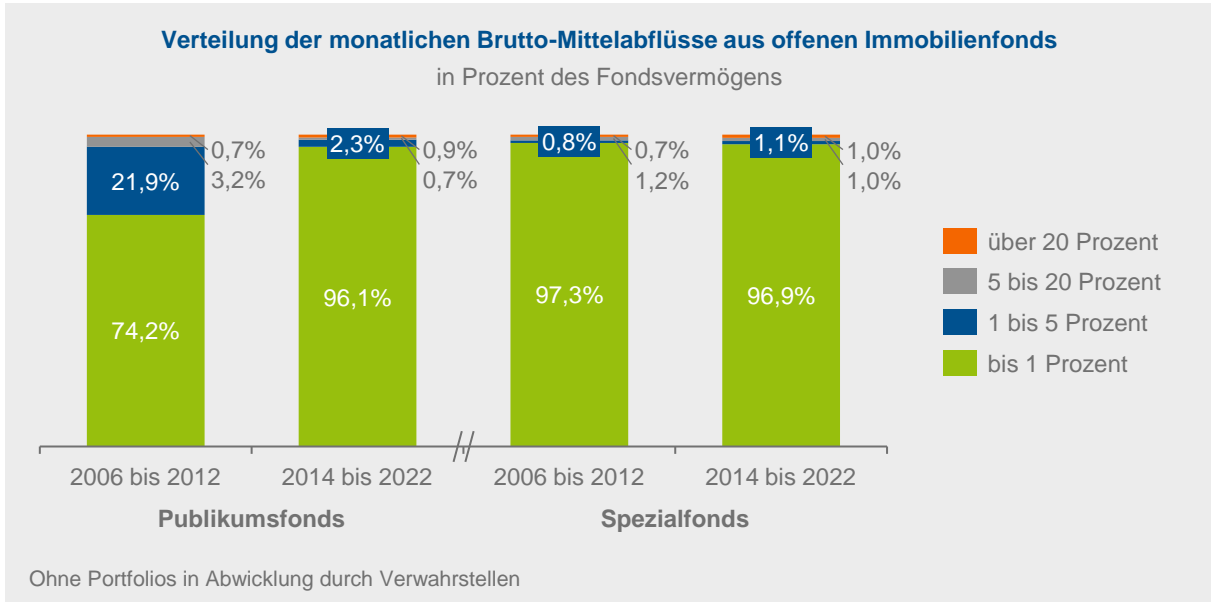
In Bezug auf die Nutzungsarten sind Gewerbeimmobilien die wichtigsten Anlageobjekte offener Immobilienfonds. Bei Publikumsfonds entfallen auf sie über 80 Prozent der Netto-Soll-Mieterträge, andere Nutzungsarten spielen nur eine untergeordnete Rolle. Spezialfonds investieren auch in etwas größerem Maße in Wohnimmobilien (16 Prozent), Industrieobjekte (10 Prozent) und andere Immobilien. Die Nutzungsarten deutscher Spezial-Immobilienfonds entsprechen laut „EU Alternative Investment Funds“-Bericht 2022 der ESMA in etwa dem europäischen Durchschnitt aller Immobilienfonds.

Das in den vergangenen Jahren stark gestiegene Engagement der Immobilienfonds in Gewerbeimmobilien rückt in den Fokus der Aufseher. Sie befürchten bei offenen Immobilienfonds strukturelle

Rechtlicher Rahmen zur Sicherstellung der Fondsliquidität bei offenen Immobilien-Publikumsfonds

Regelungen

Halte- und Kündigungsfristen	Seit 2013 gelten für Anleger in offenen Publikums-Immobilienfonds zwölf Monate Kündigungsfrist und 24 Monate Erthaltefrist.
Rücknahmeaussetzung	Die Rücknahme der Anteile ist auszusetzen, wenn die Liquidität für die Bedienung von Rücknahmen und die Bewirtschaftung nicht ausreicht. Es gibt weitere Vorgaben, unter welchen Voraussetzungen Immobilien während der Aussetzung unter Verkehrswert veräußert werden dürfen.
Liquiditätsanforderungen	<ul style="list-style-type: none"> Die verfügbare Liquidität für die Rücknahme der Anteile beträgt mindestens fünf Prozent des Fondsvermögens (Höchstliquidität: maximal 49 Prozent). Anlage beschränkt auf Bankguthaben, Geldmarktinstrumente/-fonds, Wertpapiere, die zur Sicherung bestimmter Kreditgeschäfte mit der EZB zugelassen sind, und andere notierte Wertpapiere und Aktien von REIT-Aktiengesellschaften jeweils bis fünf Prozent des Fondsvermögens.
Leverageumfang	<ul style="list-style-type: none"> Kurzfristige Kreditaufnahme bis zu 10 Prozent des Fondsvermögens Langfristige Kredite bis zu 30 Prozent der Verkehrswerte der Immobilien. Keine Kreditaufnahme zur Finanzierung der Anteilscheinrücknahme.
Risiko- und Liquiditätsmanagement	<ul style="list-style-type: none"> Angemessenes Risiko- und Liquiditätsmanagementsystem mit Verfahren zur Überwachung wesentlicher (u.a. Liquiditäts-)Risiken Mindestens jährliche Liquiditätsstresstests unter normalen und außergewöhnlichen Bedingungen Prüfung, ob das Liquiditätsprofil des Fonds im Einklang mit der Anlagestrategie und den Rücknahmegrundsätzen steht.



Liquiditätsinkongruenzen, die die Stabilität der Gewerbeimmobilienmärkte in Europa beeinträchtigen könnten. Diese Sorge lässt sich für den deutschen offenen Immobilienfondsmarkt nicht bestätigen:

Nachdem während der Finanzkrise im Jahr 2008 zum Schutz der Anleger mehrere Publikumsfonds die Anteilrücknahme vorübergehend aussetzten oder gar abgewickelt werden mussten, hat der deutsche Gesetzgeber mit strengen Regeln zum Liquiditätsmanagement reagiert. Seit 2013 müssen Anleger in offenen Immobilien-Publikumsfonds ihre Anteile mindestens 24 Monate halten und eine Kündigungsfrist von 12 Monaten wahren. Das gibt den Anbietern ausreichend Zeit, um zusätzliche Liquidität zu beschaffen. Daneben existieren weitere Regelungen zur Mindestliquidität und zur Kreditfinanzierung. Außerdem sind Fondsgesellschaften unter anderem verpflichtet, im Rahmen ihres Risiko- und Liquiditätsmanagements mindestens jährliche Liquiditätsstresstests durchzuführen (siehe Tabelle).

Diese Maßnahmen zeigen Wirkung: Eine Analyse der Brutto-Mittelabflüsse offener Immobilien-Publikumsfonds zeigt, dass im Zeitraum 2006 bis 2012 noch in 26 Prozent der Fälle die Anteilscheinrückgaben ein Prozent des Fondsvermögens überschritten. Nach Einführung der Halte- und Kündigungsfristen sank dieser Wert auf nur noch 4 Prozent, größere Brutto-Rückflüsse sind also die Ausnahme. Übrigens betrug die durchschnittliche Liquiditätsquote offener Immobilien-Publikumsfonds im Jahr 2022 laut der Ratingagentur Scope rund 15 Prozent. Selbst unter widrigen

Umständen (hohe Rückgaben und keine Brutto-Zuflüsse) müsste also nur ein kleiner Teil des Portfolios liquidiert werden – und das mit einem Jahr Vorlauf.

Bei offenen Immobilien-Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen existieren gleichermaßen etablierte Regeln zur Sicherstellung der Fondsliquidität. Unter anderem gilt die oben genannte Mindestliquidität von fünf Prozent, von der jedoch mit Zustimmung der Anleger abgewichen werden darf. Die Summe aller Kredite darf maximal 60 Prozent der Verkehrswerte der

Spezialfonds: Anteil der monatlichen Brutto-Mittelabflüsse unter 1 % des Fondsvermögens



Ohne Portfolios in Abwicklung durch Verwahrstellen



direkt und indirekt gehalten Immobilien betragen. Seit August 2021 darf der Fonds auch keinen Leverage in beträchtlichem Umfang einsetzen.

Die bestehende Regulierung ist den spezifischen Liquiditätsrisiken angemessen, denn Anteilscheinrückgaben bei Spezialfonds waren im gesamten Betrachtungszeitraum (2006-2022) unwesentlich: Nur bei rund drei Prozent der Beobachtungen kam es zu Brutto-Rückflüssen von mehr als einem Prozent des Fondsvermögens.

Die Seltenheit größerer Brutto-Rückflüsse unterscheidet sich dabei nicht wesentlich zwischen den Haupt-Anlegergruppen offener Spezialfonds. Im Zeitraum 2006-22 lagen je nach Investorengruppe zwischen 96 Prozent und 98 Prozent der monatlichen Rückflüsse unter einem Prozent des Fondsvermögens. Besonders selten waren signifikante Anteilscheinrückgaben bei privaten Organisationen ohne Erwerbzweck (wie zum Beispiel Stiftungen) und nichtfinanziellen Unternehmen.

Der Grund für die auch ohne formale Halte- und Kündigungsfristen besonnene Rückgabeaktivität bei Spezialfonds ist deren Anlegerstruktur. In einen Spezialfonds investieren typischerweise nur wenige institutionelle Anleger, oft sogar nur ein einzelner. Ein überraschender Abzug von großen Volumen ist sehr unwahrscheinlich, weil die Anleger die durch etwaige „Notverkäufe“ entstehenden Wertverluste selbst zu tragen hätten. Da der Investor der Fondsgesellschaft bekannt ist, kann diese stattdessen ein der konkreten

Situation angemessenes Vorgehen individuell erörtern und umsetzen.

Das Mittelaufkommen offener Immobilien-Spezialfonds ist deshalb von der aktuellen wirtschaftlichen Lage relativ unbeeinflusst. Das zeigt eine Analyse der Brutto-Mittelzuflüsse und -abflüsse auf Monatsbasis. Selbst in Krisenzeiten kommt es nicht zu verstärkten Anteilscheinrückgaben. Dazu zählt zum Beispiel auch der Markteinbruch zum Beginn der COVID-19-Pandemie, obwohl sich die wirtschaftlichen Aussichten für Gewerbeimmobilien während der Lockdowns rapide verschlechtert haben. Einzig während der Subprime-Krise in den Jahren 2007 und 2008, als die Häuserpreise in den USA einbrachen, erreichten die Brutto-Rückflüsse ein etwas höheres Niveau. Der Netto-Mittelabfluss lag über alle Fonds dennoch nur bei 2,6 Prozent des Fondsvermögens – und damit zum Beispiel unter der grundsätzlich geltenden Mindestliquidität.

Etwaige Liquiditätsrisiken bei offenen Immobilienfonds werden also effektiv begrenzt: Bei allen Fonds durch ein zielgerichtetes Risiko- und Liquiditätsmanagement, flankiert bei Publikumsfonds unter anderem durch die 2013 eingeführten Halte- und Kündigungsfristen und bei Spezialfonds durch die Anlegerstruktur mit der Möglichkeit zur direkten Kommunikation zwischen Fondsgesellschaft und Anlegern.

Kontakt

markus.michel@bvi.de
+49 69 15 40 90 242